

O Vista Multiestratégia e o Vista Hedge registraram rentabilidades de 1,08% e 1,01% no mês, respectivamente.

Em janeiro, a principal contribuição positiva para os fundos veio da posição comprada em urânio. Também tivemos bons resultados em renda variável internacional, tanto com posições de valor relativo em ações nos EUA quanto na pequena posição comprada em Argentina. As perdas foram concentradas em posições aplicadas em juros desenvolvidos e em renda variável doméstica.

Ao longo do mês, a força da economia americana juntamente à comunicação mais dura dos bancos centrais desenvolvidos, em especial do FED, contribuíram para a abertura das curvas de juros em vários países. Nas seções seguintes, discutiremos brevemente sobre essa reprecificação em um contexto de descolamento crescente do ciclo econômico entre Estados Unidos e Europa, e atualizaremos a nossa tese de investimento em urânio, parte do portfólio desde 2021.

* * *

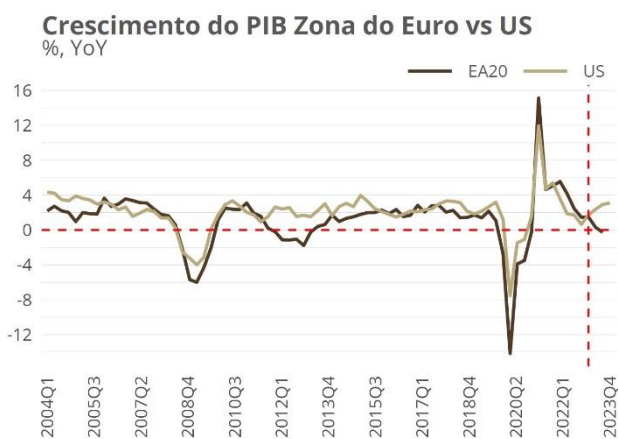
Europa x EUA

Temos discutido recorrentemente nesse fórum os enormes desafios enfrentados pelas principais economias da Zona do Euro. Por mais que esse tema

já esteja relativamente bem mapeado pelo consenso de mercado, acreditamos que tanto a persistência das adversidades de cunho mais estrutural da região quanto a tendência de descolamento da economia americana ainda são fatores relativamente subestimados.

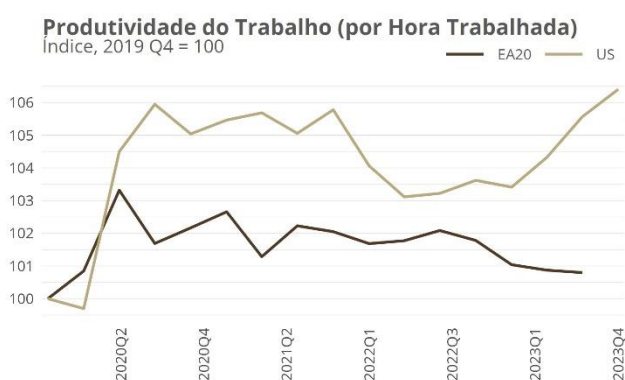
A divergência entre as duas economias ficou ainda mais clara ao longo de 2023. Embora a Zona do Euro tenha evitado uma recessão técnica, o crescimento medíocre da região – puxado em grande parte pela periferia após o resultado negativo da Alemanha no mesmo período – contrastou com o desempenho excepcional dos EUA que, por sua vez, superou as projeções do consenso em mais de 2 pontos percentuais.

Tradicionalmente, um crescimento forte da economia americana guarda uma correlação positiva com o crescimento da economia europeia. Contudo, mesmo com alto grau de integração, não acreditamos em *spillovers* significativos desta vez. As surpresas nos Estados Unidos têm vindo basicamente da demanda doméstica, seja porque o balanço do setor privado está extremamente robusto ou porque a política industrial do Governo Biden tem provocado um *boom* de investimentos em plantas manufatureiras. Ambos esses vetores nos parecem menos capazes de gerar ganhos externos de forma trivial.



Fonte: BEA, Eurostat e Vista Capital

Essa cisão entre as trajetórias de crescimento representada no gráfico acima fica ainda mais clara quando observamos o comportamento da produtividade no pós-pandemia. Enquanto a produtividade por hora trabalhada do trabalhador médio americano cresceu mais de 6% no período, na Zona do Euro o crescimento dessa mesma métrica ficou marginalmente abaixo de 1%.



Fonte: BEA, Eurostat e Vista Capital

Nesse contexto, nos EUA discute-se se esses robustos ganhos recentes são sustentáveis e o que

acontecerá quando os benefícios associados ao *boom* de inteligência artificial se tornarem mais palpáveis. Na Europa, por outro lado, o foco do debate público está em medidas que não necessariamente vão gerar um aumento de produtividade.

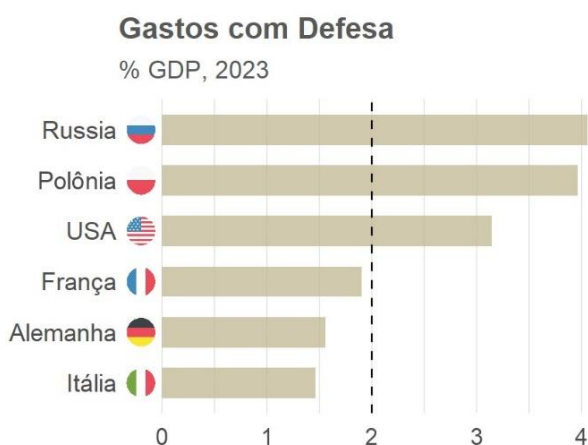
Na França – refletindo um dos grandes pontos de tensão de curto prazo da Europa continental – a discussão sobre o aperto da imigração tem ganhado holofotes, com acenos do Macron a eleitores mais conservadores em sua nova *Immigration Bill*¹. O ponto focal das medidas é promover maior capacidade do Estado de deportar imigrantes. Alguns trechos mais polêmicos, como dificultar o acesso aos benefícios do Estado de bem-estar social francês a imigrantes e implementar quotas de imigração anuais, foram adicionados ao longo do trâmite do projeto por parlamentares mais a direita, mas acabaram vetados pelo Conselho Constitucional da França.

Na Alemanha, o impasse do orçamento de 2024 – já discutido em cartas anteriores – chegou ao fim, com a promoção de cortes em gastos antes programados visando respeitar a decisão de dezembro de 2023 da Corte Federal e o *debt brake*. Subsídios ao diesel de agricultores alemães, cujo fim foi o estopim da onda de protestos recentes no país, estavam entre esses cortes. A confusão em relação ao orçamento é

¹ “Macron administration formalises tougher immigration law”. France 24. 27 Jan. 2024

apenas mais um reflexo da gestão disfuncional da *Ampelkoalition*, que vem sofrendo críticas de diferentes frentes – com destaque para grandes *players* do setor industrial que tem como foco de suas reclamações a burocracia ineficiente e a política energética tida como confusa e irrealisticamente ambiciosa².

Em um curto prazo não tão distante, outro desafio iminente é o ajuste dos gastos nacionais com defesa e de ajuda à Ucrânia no conflito contra Rússia – especialmente com uma possível eleição do Trump. Hoje, mais de 60% dos países da União Europeia não batem o *threshold* estabelecido pela OTAN de direcionar 2% do PIB para Defesa Nacional. Discussões sobre espaço fiscal para aditivar essa rubrica devem logo tomar conta dos embates públicos europeus, acentuando ainda mais tensões distributivas ao nível orçamentário.



² "Olaf Scholz's energy policies branded 'toxic' by German business chief". Financial Times. 6 Feb. 2024

Um último ponto que também cabe ser citado é uma possível guerra comercial que está se desenhando com a China. Como já discutido nesse fórum algumas vezes desde maio de 2023, uma avalanche de produtos manufaturados chineses, simbolizada aqui pelos carros elétricos, está invadindo aos poucos o mercado europeu³ que, por sua vez, terá de tomar escolhas difíceis quanto a políticas comerciais. O déficit comercial entre União Europeia e China, historicamente estável no patamar entre 100bi e 200bi de euros ao ano saltou para 400bi em 2022 e fechou 2023 em cerca de 300bi. Entendemos que esse novo patamar é fruto de mudanças estruturais que, ausentes novos movimentos de política comercial, deveria perdurar. A investigação sobre subsídios aos carros elétricos chineses iniciada no final do ano passado pela *EU Commission* pode ser apenas o primeiro movimento nesse embate.

Nesse cenário, o mercado, paradoxalmente, precifica um ciclo de queda de juros de magnitude semelhante para os próximos 18 meses na Europa e nos Estados Unidos. Mesmo entendendo que a dinâmica inflacionária nos EUA deve continuar benigna, acreditamos que as fragilidades da Europa estarão ainda mais evidentes ao longo desse período. Desta forma, continuamos usando a Europa como o *funding* do portfólio e acreditamos que os mercados de juros

³ "The looming trade tensions over China's subsidies". Financial Times. 30 Jan. 2024

e de moedas podem proporcionar oportunidades de investimento importantes nos próximos meses.

Urânio

“Uma opcionalidade importante da nossa tese de investimento consiste na dificuldade dos agentes produtores de entregar o crescimento projetado de oferta. O recém-divulgado resultado operacional da Kazatomprom, maior produtora do setor, exemplifica isso. O guidance da empresa divulgado em 2021 indicava uma produção de 59 milhões de libras em 2023 e 66 milhões em 2024. A realidade tem se mostrado diferente, com a produção esperada para 2023 tendo sido revisada para 54 milhões de libras, volume inferior ao observado em 2022. Uma eventual revisão baixista do guidance de 2024 colocaria o mercado em uma posição de ainda maior desequilíbrio.”

O mês de janeiro trouxe desenvolvimentos relevantes do lado da oferta global de urânio. A Kazatomprom, maior produtora global, comunicou ao mercado no dia 12 que a sua diretriz de produção para 2024 não seria cumprida, fazendo com que o preço da *commodity spot* ultrapassasse novamente a barreira dos \$100 a libra, o que não acontecia desde 2007. Em setembro do ano passado, a mesma empresa havia guiado o mercado para um acréscimo de produção para 2024 na casa de 11 milhões de libras, notícia essa que recebemos com elevado grau

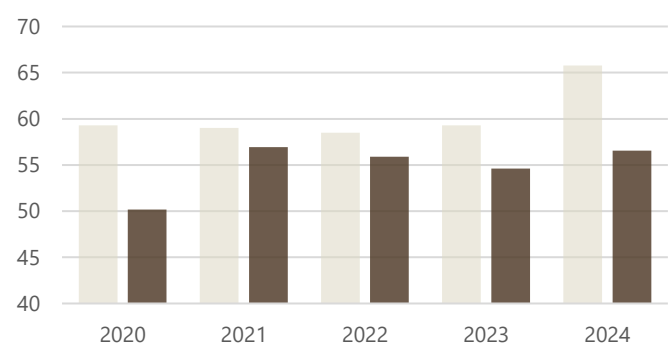
de ceticismo. Afinal, a Kazatomprom fez consecutivas revisões baixistas de produção, ano após ano, mesmo operando em um regime de produção até então 20% abaixo do seu potencial teórico, conforme demonstrado no gráfico abaixo e relatado na nossa carta de agosto de 2023.

“If the limited access to sulphuric acid continues throughout the current year and the company does not succeed in reducing the delay in the construction schedule at the newly developed deposits in 2024, this could unfavourably influence Kazatomprom's production plans for 2025.”

Ajustes de *Guidance* na Produção de Urânio da Kazatomprom

Lbs, Milhões

■ Expectativa Inicial ■ Expectativa Final



Fonte: Kazatomprom e Vista Capital

Logo no primeiro dia de fevereiro tivemos os números finais: uma redução de 9 milhões de libras do *guidance* para 2024 (6% da produção global), com risco baixista para frente, conforme dito pela própria

companhia em seu relatório de *earnings* do quarto trimestre de 2023.

Acreditamos que os problemas encontrados pela Kazatomprom podem ter natureza mais estrutural do que relatado pela própria empresa. Conforme dito, o acesso ao ácido sulfúrico é determinado como o principal fator limitante ao crescimento de produção dos seus ativos. Porém, isso se daria somente por um problema de oferta, ou por uma necessidade crescente de uso do ácido sulfúrico para manter os níveis de produção das reservas maduras, já sujeitas a declínio estrutural? Conforme dados divulgados pela antiga *Uranium One* no passado, com relação aos seus ativos no Cazaquistão, de 2015 até 2020 a quantidade necessária de ácido sulfúrico para produzir 1 tonelada de urânio saiu de 76 para 96 toneladas, alta de 26% que corrobora essa possibilidade.

Dado esse ambiente, seguimos muito confiantes na tese estrutural de urânio e posicionados de acordo.

Permanecemos à disposição.

Vista Capital

Vista Multiestratégia FIC FIM

Ano	Doméstico			Internacional				Caixa	Custos	Rent. Líquida	CDI
	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Commodities				
2015	-0,8%	6,7%	16,4%	0,0%	1,5%	2,9%	0,3%	16,8%	-8,1%	35,7%	12,2%
2016	4,0%	27,8%	-3,0%	1,9%	1,5%	4,0%	0,3%	14,1%	-9,4%	41,3%	14,0%
2017	2,6%	-1,9%	-3,7%	1,4%	6,9%	-1,8%	0,0%	5,2%	-3,1%	5,6%	10,0%
2018	1,3%	37,0%	2,8%	0,3%	4,8%	-2,4%	0,3%	4,3%	-10,0%	38,4%	6,4%
2019	-0,5%	25,9%	0,7%	-2,0%	-6,6%	-3,8%	2,5%	2,4%	-5,7%	12,8%	6,0%
2020	3,3%	9,1%	7,9%	-3,0%	14,2%	2,9%	5,3%	0,9%	-10,4%	30,2%	2,8%
2021	-0,1%	1,7%	-5,1%	2,7%	5,7%	-4,4%	32,7%	2,0%	-7,9%	27,2%	4,4%
2022	-0,4%	0,4%	2,5%	-16,1%	8,9%	4,6%	18,6%	3,1%	-6,2%	15,3%	12,4%
2023	2,7%	2,8%	-0,2%	1,2%	-3,5%	0,9%	-3,6%	8,8%	-2,3%	6,7%	13,0%
2024	-0,1%	-2,5%	-0,1%	-1,1%	1,7%	0,2%	2,4%	0,7%	-0,1%	1,1%	1,0%
jan	-0,1%	-2,5%	-0,1%	-1,1%	1,7%	0,2%	2,4%	0,7%	-0,1%	1,1%	1,0%

Vista Hedge FIC FIM

Ano	Doméstico			Internacional				Caixa	Custos	Rent. Líquida	CDI
	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Renda Fixa	Renda Variável	Moedas	Commodities				
2018	0,7%	7,6%	0,9%	-0,1%	0,3%	-0,7%	0,1%	3,8%	-2,9%	9,6%	4,1%
2019	0,0%	10,1%	-0,1%	-0,7%	-2,0%	-1,4%	1,0%	4,3%	-2,5%	8,6%	6,0%
2020	1,1%	3,0%	2,6%	-1,0%	4,7%	1,0%	1,8%	2,1%	-4,5%	10,7%	2,8%
2021	0,5%	0,5%	-1,6%	0,8%	2,3%	-1,3%	9,7%	3,3%	-3,2%	11,0%	4,4%
2022	0,1%	0,6%	0,7%	-3,9%	2,4%	1,1%	6,7%	10,0%	-4,0%	13,6%	12,4%
2023	1,4%	2,0%	0,1%	0,8%	-1,6%	0,6%	0,5%	10,6%	-2,1%	12,3%	13,0%
2024	-0,1%	-1,1%	-0,1%	-0,5%	1,0%	0,1%	0,9%	0,9%	-0,2%	1,0%	1,0%
jan	-0,1%	-1,1%	-0,1%	-0,5%	1,0%	0,1%	0,9%	0,9%	-0,2%	1,0%	1,0%

A Vista Capital Gestora de Recursos Ltda. ("VISTA CAPITAL") é uma sociedade autorizada pela CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". A VISTA CAPITAL não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. O conteúdo aqui veiculado possui caráter exclusivamente informativo e não constitui aconselhamento ou recomendação de investimentos, notadamente, atividade de análise e consultoria de valores mobiliários, nem uma oferta de valores mobiliários pela VISTA CAPITAL. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Os recursos aplicados em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, do custodiante, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade apresentada dos fundos de investimento não é líquida de impostos. Caso o índice comparativo de rentabilidade aqui veiculado não seja o benchmark descrito no regulamento do fundo, considere tal índice meramente como referência econômica. Aos investidores é recomendada, antes do investimento, a análise detalhada dos documentos regulatórios dos fundos de investimento, notadamente a seção de fatores de risco. Este material e as informações aqui veiculadas são de propriedade da VISTA CAPITAL. É vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem a devida autorização expressa prévia.

